

# Finansiell ledelse i den nye økonomi

Af Michael Christensen

## Resumé

Øget globalisering og større integration landene imellem påvirker konkurrenceforholdene mellem virksomheder. Herved stilles der nye og stigende krav til ledelsen af virksomheder, herunder også

den finansielle ledelse. I denne artikel fokuseres på hvordan den nye økonomi har påvirket de opgaver en finansafdeling i en større erhvervs-virksomhed typisk beskæftiger sig med.

## Introduktion

Den nye økonomi er et begreb, der dækker over mange og forskelligartede fortolkninger afhængigt af situation og omstændigheder. Ud fra en samfundsbetragtning fortolkes begrebet den nye økonomi med udgangspunkt i konjunkturteorien, hvor den nye økonomi omfatter det forhold at en række lande med USA i spidsen igenem en meget lang periode har oplevet forholdsvis høje vækstrater samtidig med at inflationen har været moderat, dvs. den omvendte verden af gængs keynesiansk teori. I samme periode er der sket en globalisering og større integration mellem lande herunder dannelsen af den europæiske valutaunion ØMU'en. Ud fra et virksomhedsperspektiv har dette øget konkurrencesituationen og medført større koncentration i form af bl.a. virksomhedsfusioner indenfor en lang række brancher og sektorer.

Fællesnævneren for begge ingredienser i den nye økonomi er *gennemsigtighed*. At det nu tilsyneladende er muligt for centralbankerne at kontrollere inflationen gennem pengepolitikken øger prisgennemsigtigheden. Ligeledes stimuleres konkurrencesituationen som følge af globaliseringen

udtrykt ved, at flere lande (f.eks. Kina) åbner sine grænser, ligesom ØMU'en ved at fastlåse 11 valutakurser giver øget prisgennemsigtighed, og dermed åbnes for større konkurrence virksomhederne imellem.

Kravene til den finansielle ledelse stiger i takt med denne udvikling. Med finansiell ledelse tænkes på de områder i en virksomhed, der kræver beslutninger omkring de cash flows (pengetransaktioner), der går gennem virksomheden. Centrale områder er her virksomhedens kapitalfremskaffelse og kapitalstruktur, dividendepolitik (shareholder value), likviditetsstyring og risikoafdækning. Hver af disse emner diskuteres i det følgende.

## Kapitalfremskaffelse og kapitalstruktur

En væsentlig konsekvens af den økonomiske udvikling i den nye økonomi har været, at aktiemarkederne verden over har oplevet en markant fremgang i form af aktiekursstigninger. Således er det danske KFX indeks steget fra 75 ved udgangen af 1992 til 317 den 31. maj 2001 svarende til en stigning på 324% eller med knap 19% pr. år. En væsentlig årsag til denne stigning skal

søges i de forholdsvis høje vækstrater, de industrialiserede lande har oplevet gennem 1990'erne. Høje vækstrater har øget forventningerne til stigende indtjening i erhvervsvirksomhederne og dermed været hovedårsagen til de stigende aktiekurser. Samtidig har den lave inflation i denne periode holdt renteniveauet nede på et lavt niveau, og det lave renteniveau har derfor også, som udtryk for alternativafkastet, virket stimulerende for aktiekurserne.

De stigende aktiekurser har spillet en væsentlig rolle for mange virksomheders holdning til kapitalfremskaffelse. Jo højere aktiekurserne er, jo mere fordelagtigt vil det typisk være at bruge aktiemarkedet til kapitalfremskaffelse fremfor fremmedfinansiering i penge- og realkreditinstitutter. Fakta er da også, at væksten i fremmedfinansieringen har været mindre end væksten i investeringerne, hvilket skyldes en højere egenfinansiering, jf. Danmarks Nationalbank (2001). Denne egenfinansiering er dels skabt af stigende indtjening i virksomhederne gennem 1990'erne, dels sket ved aktieemissioner. Således er det samlede provenu fra aktieemissioner steget kraftigt gennem 1990'erne, jf. figur 1.

I det omfang at der sker en lettere forskydning fra fremmedfinansiering til finan-

siering med egenkapital (aktiekapital), påvirkes kapitalstrukturen og dermed stiger kravene til indtjening i virksomheden. Det skyldes, at kravet til egenkapitalforrentning typisk er højere end lånerrenten specielt under hensyntagen til skat. De overvejelser den finansielle ledelse gør sig, når den beslutter sig for at anvende aktiemarkedet til kapitalfremskaffelse fremfor fremmedfinansiering, skal således tage hensyn til, at kravene til indtjening i virksomheden stiger.

En beslutning om i højere grad at anvende aktiemarkedet til kapitalfremskaffelse fortolkes typisk som modstridende med hensynet til shareholder value. Næste afsnit diskuterer betydningen af shareholder value i relation til konsekvenserne af den nye økonomi, herunder hvorfor shareholder value kan være uforeneligt med en ændret kapitalstruktur til fordel for højere aktiekapital.

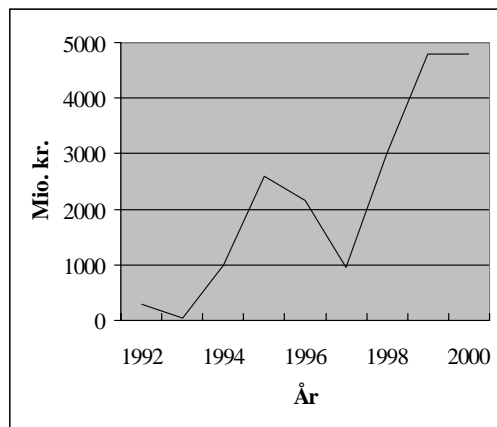
## Dividendepolitik og shareholder value

I de senere år har der været stor fokus på begrebet shareholder value, der omfatter, at virksomheden skal fokusere på maksimering af aktionærernes interesser. Her er der tale om såvel økonomiske interesser som andre forhold, der interesserer aktionærerne som f.eks., at virksomheden i sin produktion er miljørigtig, samt at den i sin markedsføring optræder etisk korrekt.

Shareholder value vedrører dog fortrinsvis de økonomiske interesser, fordi de fleste aktionærer i børsnoterede virksomheder er B-aktionærer, jf. Black et al. (1998). Ledelsens fornemste opgave er derfor at sikre så høj en vækst som muligt i virksomheden, hvilket fører til kursstigninger på virksomhedens aktier eller alternativt giver virksomheden mulighed for at øge dividendebetalingerne til aktionærerne.

Som nævnt i Christensen (2001) er ét blandt flere succeskriterier i en TQM sammenhæng nøgletallet Price/Earning (P/E), der bestemmes som aktiekursen i forhold til den forventede fremtidige indtjening. En

Figur 1. Samlet provenu fra aktieemissioner på Københavns Fondsbørs



Kilde: Københavns Fondsbørs

høj P/E værdi opfattes typisk som et signal om, at der er høj vækst i virksomheden, og P/E nøgletallet anvendes derfor som målestok for virksomhedens fremtid og dermed som indikator for det afkast, herunder dividende, som aktionærerne kan forvente at opnå i fremtiden.

Med udgangspunkt i P/E nøgletallet fremgår det umiddelbart, at der er modstridende interesser, når den finansielle ledelse dels skal maksimere P/E af hensyn til shareholder value, dels som følge af de stigende aktiemarkeder vælger at finansiere en større andel af virksomhedens investeringer ved aktieemissioner. Sidstnævnte øger nemlig kravet til indtjening, hvorved P/E reduceres.

Denne udfordring skal den finansielle ledelse forholde sig til, og udfordringen er ikke blevet mindre set i den nye økonomi's lys. Som nævnt indledningsvis er den nye økonomi bl.a. et resultat af større globalisering og integration, hvilket har påvirket konkurrenceforholdene. Den stigende konkurrence understreges f.eks. af virksomhedsfusioner og det forhold at flere og flere virksomheder etablerer sig worldwide. Det betyder bl.a., set fra en dansk aktionær's synspunkt, at det potentielle aktiemarkedsunivers er vokset kraftigt, og selv småaktionærer interesserer sig i dag for udenlandske aktier på lige fod med danske aktier. Alene fra 1999 til 2000 er beholdningen af udenlandske aktier i dansk besiddelse steget fra kr. 373 mia. til kr. 443 mia.

Med andre ord så er konkurrencen om aktionærerne også blevet større, og kravene til en seriøs shareholder value politik i danske virksomheder er tilsvarende steget, dvs. danske virksomheder skal nu i højere grad end tidligere gøre sig attraktive overfor potentielle aktionærer.

De stigende krav til shareholder value stiller den finansielle ledelse i et dilemma, fordi det ikke altid er entydigt, hvad der er i aktionærernes bedste interesse. Specielt kan der være væsentlige forskelle på de kortsigtede og de langsigtede aktionærinteresser. Mest udtalt består dette dilemma

i, at for specielt mindretalsaktionærer (B-aktionærer) opfattes dividende som noget positivt for en aktie (virksomhed), dvs. høje dividender opfattes som et signal om en god virksomhed, hvilket må betragtes som en meget kortsigtet udgave af shareholder value.

Derimod er mange virksomheder og dermed også deres aktionærer i virkeligheden ofte bedst tjent med, at der ikke udbetales dividende overhovedet, fordi virksomheden i mange tilfælde vil være bedre til at forrente dens overskud end aktionærerne vil være i stand til. Det vil derfor i mange sammenhænge være optimalt at lade overskuddet forblive i virksomheden, hvilket bidrager til virksomhedens vækst og dermed en mere langsigtet shareholder value strategi.

Et aktuelt eksempel på, at der kan være væsentlige forskelle på hvordan shareholder value begrebet opfattes mellem virksomhed og aktionærer er den meget forskellige strategi, som Jyske Bank og Midtbank har valgt. Midtbank har valgt at acceptere en fusion med Svenske Handelsbanken, der vil betale ca. 2,5 gange aktiekursen, hvilket ledelsen i Midtbank opfatter som en fornuftig shareholder value politik. Omvendt har Jyske Bank valgt en mere langsigtet strategi, der udelukker fusioner, hvor Jyske Bank ikke er fortsættende pengeinstitut. En sådan strategi vil Jyske Bank implementere ved at sikre en vækst, der er tilstrækkelig til, at banken ikke tvinges ud i en overtagelsessituation. På trods af kritik fra flere af Jyske Bank's aktionærer, fastholder Jyske Bank at den maksimerer shareholder value - på lang sigt.

Jyske Bank's strategi går således ikke kun ud på at maksimere aktionærernes interesser, men favner bredere ved at maksimere bankens samlede interesser, der også kaldes stakeholder value. En virksomheds stakeholders er foruden aktionærerne også medarbejdere og direktion, leverandører, the offentlige, bank, revisor og advokat etc., dvs. alle de parter, som en virksomhed normalt samarbejder med, jf. Eiteman et al. (2000).

Ved at maksimere stakeholder value, dvs. virksomhedens samlede værdi, vil man på lang sigt også tilgodese aktionærernes interesser. Da stakeholder value er et langt bredere begreb end shareholder value, omfatter stakeholder value ikke kun økonomiske interesser, men også forhold som virksomhedens human capital (menneskelige ressourcer) og den teknologiske viden i virksomheden. Den stigende globalisering og øget konkurrence er i høj grad en forklarende faktor for, hvorfor begreber som shareholder value og stakeholder value gives så megen opmærksomhed, som det er tilfældet i dag.

Som konsekvens af den stigende fokus på shareholder value har en række danske pengeinstitutter de seneste par år valgt en ny type af dividendepolitik nemlig aktienedskrivning. Ved offentliggørelsen af år 2000 regnskaberne meddelte Sydbank, Jyske Bank, Ringkøbing Landbobank og Midtbank, at man tilbagekøber egne aktier med henblik på at nedskrive aktiekapitalen. Formålet med at påvirke virksomhedens kapitalstruktur ved at tilbagekøbe egne aktier og nedskrive aktiekapitalen er at tilgodese de tilbageværende aktionærer i form af, at de herefter er færre aktionærer til at dele den fremtidig indtjening. Aktienedskrivning er derfor begrundet ud fra et shareholder value motiv. Set fra aktionærernes side er det dog ikke entydigt klart, at de tilgodeses, idet aktienedskrivningen også betyder, at der er færre aktionærer til at bære den risiko, der er forbundet med virksomhedens drift. Forholdet mellem forventet afkast og risiko ændres således ikke nødvendigvis ved en aktienedskrivning. I øvrigt argumenterer Møller & Parum (2001) bl.a. for, at sådanne aktieopkøb bør foretrækkes fremfor udbyttebetalinger.

## Likviditetsstyring

Den finansielle ledelse og styring af likviditeten i en virksomhed ændres løbende, fordi de finansielle markeder hele tiden bevæger sig i nye retninger.

Likviditetsstyringen omfatter såvel kortsigtede som langsigtede dispositioner såvel som likviditetsfremskaffelse som likviditetsanbringelse.

Den kortsigtede likviditetstyring har til formål at udjævne likviditeten i virksomheden, således at hvis der er mangel på likviditet fremskaffes likviditet ved kortsigtede lån, udnyttelse af kreditter eller lignende. Omvendt hvis der er likviditetsoverskud skal der ske en kortsigtet likviditetsanbringelse.

Til den kortsigtede likviditetsstyring hører også afdækning af valuta cash flows, der forfalder ud i fremtiden, dvs. typisk indenfor det kommende år.

Den langsigtede likviditetsstyring omfatter dels hjemtagelse af lange lån som f.eks. realkreditlån, dels langsigtet anbringelse af likviditet i f.eks. værdipapirer.

Betydningen af den nye økonomi for den kortsigtede likviditetsstyring er fortrinsvis relateret til den stigende konkurrence også blandt finansielle virksomheder. Selvom de danske pengeinstitutter fusionerer i rigt tal med såvel andre danske som udenlandske pengeinstitutter, har globaliseringen betydet, at flere udenlandske pengeinstitutter nu også har etableret sig i Danmark eller foretager kundeopsøgende arbejde overfor danske erhvervsvirksomheder fra deres udenlandske domiciler. Internettets udbredelse i samme periode har samtidigt bidraget positivt til denne udvikling.

Konkurrencen blandt finansielle virksomheder er derfor steget, hvilket har betydet, at rentemarginalen, dvs. forskellen mellem udlåns- og indlånsrenten, er faldet igennem 1990'erne. Fra 1992 til 2000 er rentemarginalen faldet med ca. 1% point, jf. Danmarks Nationalbank (2001), hvilket hovedsagelig er kommet erhvervsvirksomhederne tilgode.

Selv om globaliseringen har været medvirkende til, at rentemarginalen er faldet gennem 1990'erne, har denne udvikling dog også givet nye udfordringer til den finansielle ledelse i erhvervsvirksomheder. Hvor det tidligere var kutyme, at virksomheder kun havde én bankforbindelse, er det i dag

almindeligt at man samarbejder med flere pengeinstitutter. I forbindelse med likviditetsanbringelse stilles der således stigende krav til kreditvurderingen. Hvor det for bare 10 år siden var helt utænkeligt, at en dansk erhvervsvirksomhed foretog en kreditvurdering, før den placerede penge i et pengeinstitut, er det i dag helt almindeligt og påkrævet, at der foretages en kreditvurdering af de pengeinstitutter, som man samarbejder med.

Da en sådan kreditvurderingsproces er forholdsvis omfangsrig og tidskrævende kan man delvist holde sig til de ratingbureauer, der har specialiseret sig i at foretage kreditvurderinger og som har indført en standard for tildeling af ratings, f.eks. Standard & Poors og Moody's. Grunden til at man kun delvist kan holde sig til disse bureaux ratings er, at disse ratingbureauer også kan tage fejl, f.eks. havde Barings Bank den højeste rating hos Standard & Poors på AAA på det tidspunkt i 1995, hvor banken gik konkurs på grund af en medarbejders finansielle spekulation i Østen.

Som supplement til de officielle ratings fra ratingbureauerne, bør enhver erhvervsvirksomhed således fastlægge en samlet strategi for sine likviditetsplaceringer, der bl.a. indeholder maksimale grænser for, hvor store beløb, man vil placere hos de enkelte pengeinstitutter. Herved anlægger man en porteføljestrategi og kreditrisikoen spredes.

Kravene til at erhvervsvirksomheder kreditvurderer deres samarbejdspartnere stiller den finansielle ledelse overfor nye udfordringer. Dels fordi der skal lægges et forholdsvis stort og tungt arbejde i at formulere en strategi for likviditetsplacering, der bygger på sådanne kreditvurderinger, dels fordi der sjældent er den fornødne ekspertise i virksomhedernes finansafdelinger til at håndtere sådanne kreditvurderinger. Komplexiteten bag kreditvurderinger har desværre ofte den konsekvens, at mange virksomheder undlader at formulere den nødvendige kreditbaserede strategi for placering af likviditet.

For internationalt orienterede virksomheder har etableringen af den økonomiske og monetære union - ØMU'en - også påvirket den kortsigtede likviditetsstyring. Traditionelt afdækker de fleste virksomheder deres udenlandske mellemværender f.eks. med terminsforretninger. Men efter den monetære integrationen i EU, hvor 11 af de 15 landes valutakurser siden 1. januar 1999 har været låst fast overfor hinanden og den nye Euro valuta, er behovet for afdækning af valuta cash-flows i relation til disse 11 EU lande blevet mindre. Det skyldes, at selv om Danmark har valgt at stå udenfor ØMU'en, er der etableret en fastkursaftale mellem den Europæiske centralbank ECB og Danmark, der betyder, at man kun tillader en maksimal udsvingsgrænse for den danske krone i forhold til Euro'en på +/- 2,25%. Fastkursaftalen betyder, at den danske krone vil udvikle sig stabilt i forhold til Euro'en, og der er således ikke behov for at foretage afdækning af Euro cash-flows.

Jokeren i denne sammenhæng er selvfølgelig valutaspekulanterne, der tidligere har haft held til at vælte sådanne valutasamarbejder, f.eks. EMS'en i august 1993. Sandsynligheden for at valutaspekulanter vil kunne true det nuværende fastkurssamarbejde er dog væsentlig mindre end under EMS-systemet. Det skyldes, at under EMS-systemet var der kun krav om bilateral intervention mellem de to landes valutaer, som var under pres, mens der under den nye fastkursaftale er tale om multilateral interventionsforpligtigelser, dvs. samtlige 11 ØMU lande har pligt til at hjælpe Danmarks Nationalbank med at støtte den danske krone, hvis kronen skulle blive udsat for pres.

Angående den langsigtede likviditetsstyring har den nye økonomi fortrinsvis påvirket forholdene omkring likviditetsanbringelse. Vi kan f.eks. tage udgangspunkt i en hypotetisk virksomhed, som driver supermarkeder, og som på trods af høj indtjening og ønsker om fortsat etablering af yderligere supermarkeder begrænses af myndigheder-

ne ud fra miljøhensyn til ikke at opføre nye supermarkeder ud over et vist antal kvm.

En sådan virksomhed vil opleve, at den ikke har mulighed for at fortsætte væksten indenfor dens kerneområde, og den positive indtjening i virksomheden bidrager således løbende til, at virksomheden går fra at være detailvirksomhed til at være finansiel pengetank.

Denne virksomhed står overfor løbende at skulle placere likviditet på de finansielle markeder. Udfordringen for den finansielle ledelse i en sådan virksomhed omfatter hovedsagelig to områder. Dels er der udfordringen med at opnå et afkast af likviditetsplaceringen, der kan fremstå som et seriøst alternativ til den afkastningsgrad, som virksomheden normalt er vant til at opnå ved at drive supermarkeder. Dels ligger der en udfordring i at sikre, at risikoen på sådanne likviditetsplaceringer ikke overstiger den risiko, som virksomheden opererer med i sin daglige drift.

For begge disse områder har den nye økonomi ændret dagsordenen. Dels fordi det generelt lave renteniveau sammenholdt med en indsnævring af rentesatserne mellem EU- og specielt ØMU-landene har betydet, at forrentningen af f.eks. traditionelle obligationer også har været forholdsvis lav. Dels fordi der i denne periode er blevet udviklet mange nye finansielle produkter, bl.a. som konsekvens af det lave afkast af traditionelle obligationer, og disse nye produkter er typisk sammensat af en række forskellige komponenter, der øger analysekravene hos den finansielle ledelse.

Man taler om såkaldte strukturerede produkter, der sammensættes som en hybrid af flere forskellige finansielle produkter i et struktureret forhold, der betyder, at de opfylder bestemte krav med hensyn til afkast og risiko. Disse afkast- og risikokrav afspejler f.eks. ønsker hos et potentielt kundesegment, dvs. der er ikke nødvendigvis tale om børsnoterede produkter.

Et eksempel på sådanne strukturerede produkter er Asset Backed Securities (ABS). Asset Backed Securities kan sammenlignes

med realkreditobligationer, men i stedet for at finansiere huslån med sikker pant i fast ejendom, anvendes ABS til finansiering af lån med en lavere sikkerhed f.eks. kreditkort og billån. Der er altså tale om, at pengeinstitutterne refinansierer (securitization) disse lån helt eller delvist. Det betyder, at kreditvurderingen af ABS baserer sig på, dels en vurdering af de underliggende lån og sikkerheden for disse lån, dels det pengeinstitut, der sælger ABS. For at tage højde for en heterogen portefølje af låntagere, deles en ABS typisk op i flere grupper (trancher) med hver sin rating og tilhørende rentemarginal.

Tilbagebetalingen af ABS afhænger af de underliggende lån. Hvis de underliggende lån er billån, vil låntager afdrage på lånene, og der vil derfor være en stipuleret afdragsprofil for ABS. Omvendt hvis det er kreditkort, der er de underliggende lån, vil der ikke være en forudbestemt afdragsprofil, men afdragene vil afhænge af de løbende betalinger på kreditkortene.

Indtil videre har danske pengeinstitutter ikke benyttet sig af muligheden for at securitize sine lån i form af ABS, men i andre lande som f.eks. USA og Tyskland findes der mange og meget store ABS, der typisk er børsnoterede.

For en dansk erhvervsvirksomhed er ABS således et relevant og ofte attraktivt alternativ til traditionelle obligationer, idet man får en mulighed for at handle kreditrisikoen og dermed opnå et renteafkast, der afspejler den kreditrisiko, man har valgt.

Et andet struktureret produkt, som de senere år er blevet meget populært, er aktieindekserede obligationer. Netop som konsekvens af det forholdsvis lave renteniveau i den nye økonomi, har man udviklet forskellige typer af aktieindekserede obligationer. Som eksempel på en aktieindekseret obligation kan man forestille sig en obligation, der kan købes til kurs 105 og sælges til kurs 100, og hvor afkastet i stedet for at være en rentekupon, som på traditionelle obligationer, er lig med afkastet på KFX-aktieindekset.

Fordelen ved denne obligation er, at den giver mulighed for, at investor opnår et højt afkast, hvis aktieindekset stiger, samtidig med, at investor er sikret, at han ikke kan tabe mere end 5 kurspoint samt alternativafkastet på en traditionel obligation. I forhold til at eje aktier giver den aktieindekse-rede obligation samme gevinstpotentiale som på aktieindekset, men der er lagt bund under hvor meget man maksimalt kan tabe, dvs. hvis aktieindekset falder, har man ikke den fulde aktiekursrisiko. Den aktieindekse-rede obligation kan således sammenlignes med en aktieoption.

Det stigende udbud af nye strukturerede produkter betyder, at analysekravene er stigende og den finansielle ledelse må derfor forholde sig til, at uddannelseskravene til de medarbejdere, som man ansætter i sine finansafdelinger, også er større i dag end for bare få år siden.

## Risikoafdækning

Mange af de tendenser og ændrede forhold, som er beskrevet i de foregående afsnit, har typisk også implikationer for risikoafdækningen i ikke-finansielle erhvervsvirksomheder.

For at være i stand til at foretage en eventuel afdækning af finansielle risici er det nødvendigt, at man først identificerer sine risici. Traditionelt har der været fokus på rente- og kursrisikoen, som de væsentligste risici, og der eksisterer i dag forholdsvis standardiserede metoder til at afdække disse risici. For obligationer anvendes den såkaldte varighed, som risikomål, idet varigheden direkte kan anvendes til at immunisere (afdække) rente- og kursrisikoen på en obligation eller en portefølje af obligationer. På aktier anvendes en  $\beta$  (beta) værdi som udtryk for aktiens systematiske risiko i forhold til et veldefineret benchmarkindeks, og til identificering og afdækning af valutakursrisikoen på cash-flows i udenlandsk valuta anvendes typisk en traditionel standardafvigelse henholdsvis valutaterminsforretninger.

Disse metoder er veletablerede og anven-

des næsten bevidstløs i de fleste finansafdelinger.

Som beskrevet i de foregående afsnit har den nye økonomi ændret på mange forhold, som vedrører den finansielle ledelse af erhvervsvirksomheder. Et gennemgående tema, som har optrådt som en slags fælles-nævner, i mange af disse forhold er, at erhvervsvirksomhederne i dag er eksponeret overfor kreditrisici i langt højere grad end tidligere. Hvad enten man blot placerer likviditet på det kortfristede pengemarked eller man investerer i strukturerede produkter påføres man en kreditrisiko. Med hensyn til Asset Backed Securities, jf. ovenfor, forholder det sig endda således, at man bliver eksponeret overfor såvel kreditrisikoen på de underliggende lån, som kreditrisikoen forbundet med det pengeinstitut, der udsteder de pågældende Asset Backed Securities.

I modsætning til de traditionelle risici, der kan afdækkes med forskellige finansielle produkter, kan kreditrisici ikke afdækkes. Den eneste mulighed man har for at styre sin kreditrisiko er ved at forsøge at identificere niveauet for kreditrisiko f.eks. ved hjælp af de officielle ratings tildelt af bl.a. Standard & Poors, samt at anlægge en porteføljestrategi, som beskrevet i foregående afsnit. Herved spredes kreditrisikoen, men en fuldstændig afdækning af kreditrisikoen opnår man aldrig.

De nyeste metoder til vurdering af kreditrisikoen går under navnet Credit Metrics, jf. J.P. Morgan (1998). Idéen i Credit Metrics er, at kreditrisikoen kan kvantificeres ud fra en standardafvigelse, der er beregnet med udgangspunkt i dels ratingbureauernes erfaringer med hensyn til sandsynligheder for, at en virksomhed inden for 1 år ændrer rating, dels hver ratingklasses rentekurver.

Men ud over at kreditrisikoen i dag spiller en langt større rolle for virksomhedens samlede finansielle risici end hvad der tidligere har været tilfældet, er der også andre former for risici, som man skal forholde sig til.

Det stigende udbud af nye strukturerede

produkter betyder, at også begrebet likviditetsrisiko får en central rolle. Problemet er, at mange af de strukturerede produkter ikke handles på børser, men handles i stedet på OTC markedet (Over-the-Counter), dvs. direkte mellem køber og sælger eventuelt som såkaldte private placements. Det kan f.eks. være tilfældet med Asset Backed Securities, der kan være struktureret efter ønsker fra et specifikt kundesegment. Hertil kommer, at mange af de strukturerede produkter udbydes i forholdsvis små beløbsstørrelser, og der kan derfor opstå likviditetsproblemer, der betyder, at der ikke findes en egentlig handelsplads for disse produkter i det sekundære marked, der er benævnelsen for markedet, der følger efter introduktionen af produktet.

Som investor kan man derfor risikere, at man ikke kan sælge sådanne produkter igen, fordi der ikke findes et organiseret marked for handel med disse produkter, dvs. man risikerer at må holde aktivet til udløb.

Denne form for likviditetsrisiko må man som investor ikke undervurdere, da den spiller en væsentlig rolle for den rentemarginal, man opnår. Desværre overses likviditetsrisikoen ofte, hvilket hovedsagelig hænger sammen med, at det er svært at give denne en kvantitativ vurdering.

## Konklusion

Den nye økonomi har hovedsagelig påvirket de finansielle markeder i form af lave renter og en øget finansiell integration ikke mindst mellem ØMU landene.

Konsekvenserne for den finansielle ledelse af større danske erhvervsvirksomheder har bl.a. været, at kapitalstrukturen i mange virksomheder er ændret til fordel for større egenfinansiering i form af aktieemissioner. Denne tendens er et resultat af kraftige kursstigninger på verdens aktiemarkeder.

Den nye økonomi er bl.a. en udløber af større globalisering som sammenholdt med internettets udbredelse har gjort verden mindre og dermed øget det univers af

finansielle aktiver herunder aktier, som investorerne har til rådighed. Som konsekvens heraf har artiklen argumenteret for, at shareholder value begrebet spiller en stor rolle for virksomheder, der ønsker at tiltrække aktionærer.

Med hensyn til likviditetsstyringen og risikoafdækningen i ikke-finansielle erhvervsvirksomheder har den nye økonomi ændret afgørende på de opgaver, der ligger i finansafdelingen i sådanne virksomheder. Den vigtigste ændring er, at forhold som markedsrisici har fået en mere afdæmpet betydning i forhold til kreditrisiko, der er blevet en meget væsentlig risikofaktor, der spiller ind i stort set de fleste af de beslutninger, der træffes i den finansielle ledelse.

## Summary

*Increased globalisation and wider integration among countries influence competitiveness among enterprises. Consequently, new and increasing demands are put to the management of enterprises, including the financial management. The focus of this article is the influence of the new economy on the environment and the typical services provided by financial departments in large enterprises.*

## Litteratur

**Black, A., Wright, P. & Bachman, J.E.:** In Search of Shareholder Value, PriceWaterhouse, FT Pitman Publ., 1998.

**Christensen, M.:** TQM i finansiering, i K. Kristensen & H. D. Sørensen: Børsens Ledeshåndbøger i Total Quality Management, København, 2001.

**Danmarks Nationalbank:** Kvartalsoversigt 2. kvartal, København, 2001.

**Eiteman, D.K., Stonehill, A.I. & Moffett, M.H.:** Multinational Business Finance, 9<sup>th</sup> Edition, Addison Wesley, 2000.

**Morgan, J.P.:** Credit Metrics - Technical Document, 1998.

**Møller, M. Parum, C.:** Optimal kapitalstruktur- og udlodningspolitik, FINANS/INVEST 4/01, pp. 6-15.